

铜钴贡献超额利润，三元材料一体化有望释放更强盈利弹性



核心观点

- 公司发布 2020 年年报，全年实现营收 211.87 亿元，同比增长 12.4%，归母净利润 11.65 亿元，同比增长 875%。公司 2020 年业绩大幅增长是多业务共振的结果，三元前驱体快速放量有望在镍项目投产后贡献量本双弹性；
- **铜钴价格企稳，板块贡献最大弹性**，钴业务产量（含受托加工）3.34 万吨，同比增长 17.87%，其中受托加工规模 7180 吨，对外销售 2.26 万吨，前驱体自用钴金属量 2601 吨，钴产品毛利率提升至 21.05%。本年度铜总产量达到 9.86 万吨，含受托加工 1.5 万吨，自产自销 7.8 万吨，毛利率进一步达到 44.97%，成为利润贡献最大的业务，非洲鲁库尼 3 万吨电积铜项目于 2019 年底的正式投产，矿冶一体化优势彰显。
- **三元材料快速放量，一体化贡献的成本优势显现**。公司三元前驱体产销量分别为 3.47/3.33 万吨，同比大幅增长，毛利率 17.29%，同比提升 1.4 个百分点，前驱体板块潜力巨大，一方面合资工厂产能陆续释放，募投项目 5 万吨规模也将在 2022 年建成，公司总规划产能达到 28 万吨，叠加印尼镍项目年底投产，公司三元前驱体有望盈利量升本降竞争力大幅提升的新阶段。
- **再论一体化：商业模式决定一体化是三元正极材料做强的必经之路**。三元材料低盈利水平与钴镍矿采选冶炼高盈利水平互补，降低成本的同时平抑金属价格波动。公司一体化布局完成后，上游钴镍冶炼产品全部被三元材料环节消化，三元材料是所有环节的利润输出点，届时公司在客户开拓、价格调节、资源保障和量的供给等能力方面再上一个新台阶。

财务预测与投资建议

- 我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 25.13 亿，37.71 亿和 43.64 亿元（原预测 2021-2022 年分别为 15.42 亿和 23.53 亿），2021 年业绩预测中，有色板块占比过高，2022 年起一体化优势真正凸显，公司将逐步演变成材料型企业，因此我们按 2022 年业绩进行估值。可比公司 2022 年平均估值 27 倍，对应目标价为 83.97 元，维持买入评级。

风险提示

- 铜钴价格波动风险，镍和前驱体产能投放不达预期风险

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,853	21,187	26,683	34,600	39,694
同比增长(%)	30.5%	12.4%	25.9%	29.7%	14.7%
营业利润(百万元)	161	1,515	3,140	4,769	5,635
同比增长(%)	-90.9%	841.2%	107.3%	51.2%	17.4%
归属母公司净利润(百万元)	120	1,165	2,513	3,771	4,364
同比增长(%)	-92.2%	874.5%	115.7%	50.1%	15.7%
每股收益(元)	0.10	0.96	2.07	3.11	3.60
毛利率(%)	11.2%	15.7%	19.1%	20.7%	21.1%
净利率(%)	0.6%	5.5%	9.4%	10.9%	11.0%
净资产收益率(%)	1.6%	13.2%	17.8%	18.7%	18.0%
市盈率	673.2	69.1	32.0	21.3	18.4
市净率	10.4	8.1	4.4	3.6	3.0

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月12日)	66.35 元
目标价格	83.97 元
52周最高价/最低价	116.52/31.05 元
总股本/流通A股(万股)	121,290/114,126
A股市值(百万元)	80,476
国家/地区	中国
行业	新能源汽车产业链
报告发布日期	2021年04月13日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-9.02	-5.6	-18.44	107.14
相对表现	-7.34	-4.6	-19.21	90.05
沪深300	-1.68	-1	0.77	17.09



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 李梦强

limengqiang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517100003

证券分析师 顾高臣
021-63325888*6119
gugaochen@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520080004

相关报告

- 前驱体放量，铜钴涨价，带动 Q3 业绩超预期 2020-10-29
- 上半年业绩亮眼，正极产业链垂直布局优势显现，看好公司长期价值成长 2020-09-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

考虑公司一体化布局对上下游原材料的自用情况，我们进一步优化拆分公司业务模型预测，核心假设变动如下：

表 1：核心假设调整表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
钴价判断	29.00	30.00	30.00	25.00	25.00	25.00
变动				-13.8%	-16.7%	-16.7%
钴产品出货量	2.8	3	3.20	2.04	2.1	1.695
变动				-27.1%	-30.0%	-47.0%
铜产品成本	2.5	2.4	2.3	2.2	2.2	2.1
变动				-10.2%	-8.3%	-8.7%
三元前驱体出货量	5	8	10	7	10	15
变动				40.0%	25.0%	50.0%
印尼镍产品出货量	0	0	0	0	4.5	6
变动	29.00	30.00	30.00	25.00	25.00	25.00

数据来源：公司公告，东方证券研究所

具体细节上，我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设变更：

- 1) 钴产品结构分为自产外售和自用以及受托加工三部分，其中受托加工固定加工费 5 万元/吨，固定加工成本 3.5 万元/吨，自用部分按成本进入三元前驱体核算；铜产品分为自产外售和受托加工两部分。镍产品自衢州 3 万吨电池级硫酸镍投产后，镍中间品转向生产硫酸镍，分为外售和自用两部分，2022 年以后，自供不足，外售归零。
- 2) 更新公司 2021-2023 年三元前驱体出货量分别为 7 万吨，10 万吨和 15 万吨；铜产品出货量分别为 10.5 万吨、11.3 万吨和 11.7 万吨，2021-2023 年公司铜产品对外售价分别为 4.25 万元/吨，4.0 万元/吨和 3.8 万元/吨，自短期高点逐步回落；三元前驱体价格均为 8.7 万元/吨，随着印尼镍项目投产，公司三元前驱体降本空间显著。
- 3) 更新公司 2021-2023 年销售费用率均为 0.84%，管理费用率均为 2.98%。研发费用率均为 1.49%。
- 4) 公司 2021-2023 年的所得税率维持 23.20%、25%和 25%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
钴产品-外售					
销售收入（百万元）	5,455.8	4,758.3	5,100.0	5,250.0	4,237.5
增长率	-43.0%	-12.8%	7.2%	2.9%	-19.3%
毛利率	10.8%	21.0%	21.0%	21.0%	21.0%
钴产品-受托加工					
销售收入（百万元）	224.9	323.1	405.0	450.0	540.0
增长率		43.7%	25.3%	11.1%	20.0%

毛利率	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%	22.2%
铜产品-外售					
销售收入（百万元）	2,577.6	2,782.4	4,462.5	4,520.0	4,446.0
增长率	63.7%	7.9%	60.4%	1.3%	-1.6%
毛利率	32.5%	45.9%	48.2%	45.0%	44.7%
铜产品-受托加工					
销售收入（百万元）	55.2	231.2	225.0	180.0	120.0
增长率		318.7%	-2.7%	-20.0%	-33.3%
毛利率	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
三元前驱体					
销售收入（百万元）	1,151.3	2,532.4	6,090.0	8,700.0	13,050.0
增长率	-17.5%	120.0%	140.5%	42.9%	50.0%
毛利率	15.9%	17.3%	20.9%	21.7%	21.7%
镍产品-冶炼					
销售收入（百万元）	365.3	480.5	300.0	- 0	- 0
增长率	1631.2%	31.5%	-37.6%	-100.0%	
毛利率	2.9%	12.3%	20.0%		
镍产品-印尼					
销售收入（百万元）	- 0	- 0	- 0	5,400.0	7,200.0
增长率					33.3%
毛利率				29.6%	29.6%
其他主营业务					
销售收入（百万元）	8,628.8	9,283.7	9,300.0	9,300.0	9,300.0
增长率	414.5%	7.6%	0.2%	0.0%	0.0%
毛利率	3.3%	0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
其他业务					
销售收入（百万元）	393.8	795.2	800.0	800.0	800.0
增长率	93.3%	101.9%	0.6%	0.0%	0.0%
毛利率	33.8%	38.9%	35.0%	35.0%	35.0%
合计	18,852.8	21,186.8	26,682.5	34,600.0	39,693.5
增长率	30.5%	12.4%	25.9%	29.7%	14.7%
综合毛利率	11.2%	15.7%	19.1%	20.7%	21.1%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 2：核心业务拆分变动表

	调整前			调整后		
	2021E	2022E		2021E	2022E	2023E
钴产品			钴产品-外售			
销售收入（百万元）	7186	7965	销售收入（百万元）	5100	5250	4237.5
变动			变动	-29.03%	-34.08%	
毛利率	16.41%	16.93%	毛利率	21.00%	21.00%	21.00%

			钴产品-受托加工			
			销售收入 (百万元)	405	450	540
			变动			
			毛利率	22.22%	22.22%	22.22%
三元材料			三元材料			
销售收入 (百万元)	3,800.00	6,160.00	销售收入 (百万元)	6090	8700	13050
变动			变动	60.26%	41.23%	
毛利率	17.10%	20.80%	毛利率	20.90%	21.67%	21.67%
铜产品			铜产品-外售			
销售收入 (百万元)	4000	5000	销售收入 (百万元)	4462.5	4520	4446
变动			变动	11.56%	-9.60%	
毛利率	38.75%	40.00%	毛利率	48.24%	45.00%	44.74%
			铜产品-受托加工			
			销售收入 (百万元)	225	180	120
			变动			
			毛利率	33.33%	33.33%	33.33%
镍产品-冶炼			镍产品-冶炼			
销售收入 (百万元)	950	1268	销售收入 (百万元)	300	0	0
变动			变动	-68.43%	-100%	
毛利率	12.50%	14.61%	毛利率	20.00%		
			镍产品-印尼			
			销售收入 (百万元)	0	5400	7200
			变动			
			毛利率		29.58%	29.58%
其他主营业务			其他主营业务			
销售收入 (百万元)	8500	8500	销售收入 (百万元)	9300	9300	9300
变动			变动	9.41%	9.41%	0.00%
毛利率	3.00%	3.00%	毛利率	1.00%	1.00%	1.00%
其他业务			其他业务			
销售收入 (百万元)	500	600	销售收入 (百万元)	800	800	800
变动			变动	60.00%	33.33%	
毛利率	40.00%	40.00%	毛利率	35.00%	35.00%	35.00%
合计	24836	29393	合计	26682.5	34600	39694
变动	16.16%	18.35%	变动	7.43%	17.72%	
综合毛利率	15.68%	17.84%	综合毛利率	19.09%	20.67%	21.09%

数据来源：公司数据，东方证券研究所

表 3：主要财务信息变动情况

	调整前	调整后
--	-----	-----

	2021E	2022E	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	24836	29393	26683	34600	39694
变动			7.43%	17.72%	
营业利润(百万元)	1920	3056	3140	4769	5635
变动			63.56%	56.07%	
归属母公司净利润(百万元)	1542	2353	2513	3771	4364
变动			62.96%	60.25%	
每股收益 (元)	1.35	2.06	2.07	3.11	3.60
变动			53.46%	50.91%	
毛利率(%)	15.70%	17.80%	19.09%	20.67%	21.09%
净利率(%)	6.20%	8.00%	9.42%	10.90%	10.99%
净资产收益率(%)	14.00%	18.10%	17.81%	18.69%	18.00%
市盈率	28.60	18.80	32.03	21.34	18.44
市净率	3.70	3.10	4.40	3.65	3.05

数据来源: wind, 东方证券研究所

我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 266.83 亿、346.00 亿和 396.94 亿元（原预测 2021-2022 年分别为 248 亿和 294 亿元）；归母净利润分别为 25.13 亿，37.71 亿和 43.64 亿元（原预测 2021-2022 年分别为 15.42 亿和 23.53 亿），对应 eps 分别为 2.07 元、3.11 元和 3.60 元（原预测 2021-2022 年分别为 1.35 元和 2.06 元）。公司业绩大幅增长主要来自铜钴规模扩大&成本进一步下降，以及核心业务三元材料快速放量。

可比公司 2021-2022 年平均估值分别为 38 倍和 27 倍。公司一体化布局优势显现出来后，产业竞争力大幅增强，有望享受一定的估值溢价，而 2021 年，公司业绩中铜钴仍将占较大比例，自 2022 年起，印尼镍项目开始为三元前驱体贡献成本优势，同时三元前驱体量进一步达到 10 万吨级别，我们定义 2022 年为公司从有色周期属性到材料成长属性的拐点之年，按 2022 年可比公司估值 27 倍，对应目标价 83.97 元。

表 4: 可比公司估值情况

公司	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率		
		2021/4/12	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
格林美	8.23	0.11	0.24	0.33	73.22	34.58	25.28	
中伟股份	74.46	0.73	1.66	2.40	100.95	42.61	29.32	
厦门钨业	17.98	0.43	0.53	0.65	41.53	34.36	27.66	
当升科技	45.11	0.85	1.38	1.84	53.16	32.75	24.58	
容百科技	50.35	0.47	1.29	2.09	106.38	39.64	24.69	
赣锋锂业	88.92	0.76	1.46	2.06	117.67	61.04	43.77	
最大值					117.67	61.04	43.77	
最小值					41.53	32.75	24.58	
平均数					82.15	40.83	29.22	

调整后平均					83.43	37.80	26.74
-------	--	--	--	--	-------	-------	-------

数据来源：wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,886	2,334	3,358	4,992	4,562	营业收入	18,853	21,187	26,683	34,600	39,694
应收票据及应收账款	1,328	1,903	3,631	3,873	4,706	营业成本	16,748	17,870	21,588	27,448	31,324
预付账款	1,048	781	1,417	1,679	1,832	营业税金及附加	254	194	244	317	363
存货	3,390	4,069	4,916	6,250	7,133	营业费用	164	172	224	291	333
其他	797	739	745	897	890	管理费用及研发费用	735	1,036	1,193	1,547	1,774
流动资产合计	9,450	9,826	14,067	17,690	19,123	财务费用	427	403	509	490	512
长期股权投资	1,331	2,078	2,078	2,078	2,078	资产、信用减值损失	366	106	65	80	90
固定资产	6,439	8,321	10,103	14,812	16,444	公允价值变动收益	(37)	(29)	80	100	80
在建工程	2,933	2,839	5,914	2,648	5,356	投资净收益	(46)	73	100	120	98
无形资产	780	802	769	737	705	其他	86	63	101	121	161
其他	2,334	3,080	3,033	2,998	2,963	营业利润	161	1,515	3,140	4,769	5,635
非流动资产合计	13,817	17,119	21,898	23,274	27,547	营业外收入	10	3	4	6	4
资产总计	23,267	26,945	35,965	40,964	46,671	营业外支出	11	39	21	24	28
短期借款	5,915	5,862	5,862	5,862	6,639	利润总额	159	1,479	3,124	4,751	5,611
应付票据及应付账款	3,170	2,865	3,825	4,819	5,357	所得税	51	353	725	1,254	1,374
其他	2,214	3,263	3,067	3,524	3,754	净利润	108	1,126	2,399	3,497	4,237
流动负债合计	11,299	11,991	12,754	14,206	15,749	少数股东损益	(11)	(39)	(114)	(219)	(205)
长期借款	1,053	1,422	1,422	1,422	1,422	归属于母公司净利润	120	1,165	2,513	3,716	4,441
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.10	0.96	2.07	3.11	3.60
其他	824	1,081	1,081	1,081	1,081						
非流动负债合计	1,877	2,503	2,503	2,503	2,503	主要财务比率					
负债合计	13,176	14,494	15,257	16,709	18,252		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	2,343	2,530	2,416	2,193	1,992	成长能力					
股本	1,079	1,141	1,213	1,213	1,213	营业收入	30.5%	12.4%	25.9%	29.7%	14.7%
资本公积	2,607	3,880	9,763	9,763	9,763	营业利润	-90.9%	841.2%	107.3%	51.2%	17.4%
留存收益	3,866	5,031	7,316	11,086	15,450	归属于母公司净利润	-92.2%	874.5%	115.7%	50.1%	15.7%
其他	196	(130)	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	10,091	12,452	20,707	24,256	28,418	毛利率	11.2%	15.7%	19.1%	20.7%	21.1%
负债和股东权益总计	23,267	26,945	35,965	40,964	46,671	净利率	0.6%	5.5%	9.4%	10.9%	11.0%
						ROE	1.6%	13.2%	17.8%	18.7%	18.0%
						ROIC	2.4%	7.4%	11.2%	12.7%	12.9%
						偿债能力					
						资产负债率	56.6%	53.8%	42.4%	40.8%	39.1%
						净负债率	52.5%	51.4%	24.2%	14.4%	16.7%
						流动比率	0.84	0.82	1.10	1.25	1.21
						速动比率	0.52	0.48	0.72	0.81	0.76
						营运能力					
						应收账款周转率	21.1	21.1	20.6	21.4	20.4
						存货周转率	3.5	4.7	4.8	4.9	4.7
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.9	0.9
						每股指标(元)					
						每股收益	0.10	0.96	2.07	3.11	3.60
						每股经营现金流	2.41	1.63	1.22	3.48	3.87
						每股净资产	6.39	8.18	15.08	18.19	21.79
						估值比率					
						市盈率	673.2	69.1	32.0	21.3	18.4
						市净率	10.4	8.1	4.4	3.6	3.0
						EV/EBITDA	72.9	34.4	19.7	13.8	11.7
						EV/EBIT	147.7	45.3	23.8	16.6	14.3

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn